

601012.SH

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 18.62

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(16.1)	(2.9)	(7.9)	(44.3)
相对上证综指	(22.6)	(7.1)	(17.9)	(39.3)

发行股数(百万)	7,578.04
流通股(百万)	7,578.04
总市值(人民币 百万)	141,103.19
3个月日均交易额(人民币 百万)	2,187.72
主要股东	
李振国	14.08

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2024年5月10日收市价为标准

相关研究报告

《隆基绿能》20230907
《隆基绿能》20230510
《隆基绿能》20230509

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电力设备：光伏设备

证券分析师：武佳雄

jiaxiong.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523070001

联系人：顾真

zhen.gu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300123020009

隆基绿能

出货量持续增长，二代HPBC或于下半年量产

公司发布2023年年报及2024年一季报，盈利分别同比-27%/-165%；公司硅片、组件出货量持续增长；二代HPBC组件或于2024年下半年量产；维持买入评级。

支撑评级的要点

- **2023年公司业绩同比下降27.41%**：公司发布2023年年报，全年实现营业收入1294.98亿元，同比增长0.39%；实现盈利107.51亿元，同比减少27.41%；实现扣非盈利108.34亿元，同比减少24.84%。根据年报数据计算，2023Q4公司实现盈利9.42亿元，同比减少124.57%，环比减少137.46%。
- **2024年一季度业绩同比下降164.61%**：公司发布2024年一季度报，一季度实现营业收入176.74亿元，同比减少37.59%；实现盈利-23.50亿元，同比减少164.61%。
- **减值影响业绩释放**：受光伏产业链价格持续下行等因素的影响，公司计提了较大的存货减值准备。根据公司披露数据，2023年/2024Q1公司资产减值损失计提金额为70.25/28.14亿元，大额的减值计提影响公司业绩释放。
- **硅片、组件出货量持续增长，产品盈利保持稳定**：2023年公司实现硅片出货125.42GW，同比增长47.45%；组件出货67.52GW，同比增长44.40%。公司在连续九年保持单晶硅片全球出货量第一的同时实现硅片对外销售53.79GW，同比增长26.51%。2024Q1公司实现硅片出货26.74GW，同比增长12.26%；组件出货量12.89GW，同比增长16.55%。公司产品盈利保持稳定，2023年公司组件及电池实现毛利率18.38%，同比提升4.73个百分点；硅片及硅棒实现毛利率15.88%，同比下降1.74个百分点。
- **专注BC新技术，一代规模化出货同时预备二代量产**：截至2023年年末，公司西咸年产29GW、泰州年产4GW高效HPBC电池产能已全部投产，一代HPBC组件Hi-MO X6最高转换效率达到23.3%，可稳定实现月超2GW的规模化出货。2024Q1公司HPBC组件出货4.75GW，推动公司分布式业务提升。2024年5月7日，公司发布Hi-MO 9组件，其基于高效HPBC 2.0电池技术打，Hi-MO 9组件最高功率达到660W，转换效率高达24.43%，计划将于2024年下半年推向市场。

估值

- 结合目前产业链价格、公司现有产能及产能规划，我们将公司2024-2026年预测每股收益调整至0.54/0.83/1.08元（原2024-2026年预测为2.96/3.49/-元），对应市盈率34.3/22.3/17.1倍；维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 国际贸易壁垒风险；行业需求不达预期；价格竞争超预期；光伏政策风险；降本不达预期；技术性价比不达预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	128,998	129,498	93,401	113,044	127,143
增长率(%)	59.4	0.4	(27.9)	21.0	12.5
EBITDA(人民币 百万)	13,012	10,931	7,363	11,576	14,100
归母净利润(人民币 百万)	14,812	10,751	4,084	6,285	8,185
增长率(%)	63.0	(27.4)	(62.0)	53.9	30.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.95	1.42	0.54	0.83	1.08
原先预测摊薄每股收益(人民币)			2.96	3.49	-
调整幅度(%)			(81.8)	(76.5)	-
市盈率(倍)	9.5	13.0	34.3	22.3	17.1
市净率(倍)	2.3	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA(倍)	21.5	12.4	15.1	6.5	6.1
每股股息(人民币)	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1
股息率(%)	0.9	0.7	0.3	0.5	0.7

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 2023 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2022 年	2023 年	同比(%)
营业收入	128,998.11	129,497.67	0.39
营业成本	109,164.09	105,852.25	(3.03)
毛利润	19,834.02	23,645.42	19.22
营业税金及附加	656.33	741.06	12.91
管理费用	2,932.84	4,915.38	67.60
销售费用	3,282.92	2,670.10	(18.67)
营业利润	16,657.65	12,113.17	(27.28)
资产减值	2,075.72	7,024.76	238.43
财务费用	(1,840.93)	(1,831.91)	(0.49)
投资收益	4,931.21	3,475.86	(29.51)
营业外收入	38.49	57.09	48.30
营业外支出	291.55	181.09	(37.89)
利润总额	16,404.59	11,989.17	(26.92)
所得税	1,641.76	1,302.51	(20.66)
少数股东损益	(48.74)	(64.77)	32.87
归属于母公司的净利润	14,811.58	10,751.43	(27.41)
基本每股收益(元)	1.95	1.42	(27.18)
毛利率(%)	15.38	18.26	2.88 个百分点
净利率(%)	11.44	8.25	(3.19 个百分点)

资料来源: iFind, 中银证券

图表 2. 2024 年一季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2023 年一季度	2024 年一季度	同比(%)
营业收入	28,318.77	17,673.59	(37.59)
营业成本	23,246.76	16,102.69	(30.73)
毛利润	5,072.01	1,570.89	(69.03)
营业税金及附加	144.14	78.97	(45.21)
管理费用	933.14	965.66	3.49
销售费用	780.12	593.76	(23.89)
营业利润	3,977.65	(2,882.67)	(172.47)
资产减值	238.14	2,813.90	1,081.60
财务费用	(140.18)	(173.18)	23.54
投资收益	1,240.16	86.32	(93.04)
营业外收入	8.19	20.83	154.30
营业外支出	51.09	24.26	(52.52)
利润总额	3,934.76	(2,886.09)	(173.35)
所得税	308.48	(527.83)	(271.11)
少数股东损益	(11.15)	(8.00)	(28.24)
归属于母公司的净利润	3,637.42	(2,350.26)	(164.61)
基本每股收益(元)	0.48	(0.31)	(164.58)
毛利率(%)	17.91	8.89	(9.02 个百分点)
净利率(%)	12.81	(13.34)	(26.15 个百分点)

资料来源: iFind, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	128,998	129,498	93,401	113,044	127,143
营业收入	128,998	129,498	93,401	113,044	127,143
营业成本	109,164	105,852	81,604	97,754	108,865
营业税金及附加	656	741	467	565	636
销售费用	3,283	2,670	1,868	2,261	2,543
管理费用	2,933	4,915	3,269	3,957	4,450
研发费用	1,282	2,283	934	1,130	1,271
财务费用	(1,841)	(1,832)	(945)	(1,173)	(1,370)
其他收益	463	937	300	300	300
资产减值损失	(2,076)	(7,025)	(3,500)	(2,000)	(2,000)
信用减值损失	(280)	(58)	(50)	(50)	(50)
资产处置收益	(18)	(71)	(71)	(71)	(71)
公允价值变动收益	116	(13)	0	0	0
投资收益	4,931	3,476	2,000	700	700
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	16,658	12,113	4,883	7,429	9,627
营业外收入	38	57	40	40	40
营业外支出	292	181	200	200	200
利润总额	16,405	11,989	4,723	7,269	9,467
所得税	1,642	1,303	513	790	1,028
净利润	14,763	10,687	4,210	6,480	8,438
少数股东损益	(49)	(65)	126	194	253
归母净利润	14,812	10,751	4,084	6,285	8,185
EBITDA	13,012	10,931	7,363	11,576	14,100
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.95	1.42	0.54	0.83	1.08

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	90,817	99,861	65,762	135,506	100,200
货币资金	54,372	57,001	45,983	82,090	72,215
应收账款	9,076	10,856	3,520	13,879	5,690
应收票据	144	296	21	363	69
存货	19,318	21,540	9,958	27,773	14,247
预付账款	3,303	2,963	1,867	3,919	2,525
合同资产	1,324	1,998	563	2,505	912
其他流动资产	3,280	5,206	3,849	4,976	4,542
非流动资产	48,739	64,109	59,116	56,020	51,500
长期投资	9,813	9,353	9,353	9,353	9,353
固定资产	25,147	37,059	35,210	33,461	30,310
无形资产	566	1,041	1,027	1,016	1,004
其他长期资产	13,214	16,656	13,526	12,191	10,834
资产合计	139,556	163,969	124,878	191,526	151,700
流动负债	60,529	71,560	30,020	90,943	43,658
短期借款	79	0	0	0	0
应付账款	13,535	20,735	5,685	25,964	9,282
其他流动负债	46,915	50,825	24,335	64,979	34,376
非流动负债	16,772	21,697	20,425	20,424	20,425
长期借款	2,912	5,274	4,000	4,000	4,000
其他长期负债	13,860	16,423	16,425	16,424	16,425
负债合计	77,301	93,257	50,445	111,367	64,083
股本	7,582	7,578	7,578	7,578	7,578
少数股东权益	108	220	346	540	794
归属母公司股东权益	62,147	70,492	74,087	79,619	86,823
负债和股东权益合计	139,556	163,969	124,878	191,526	151,700

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	14,763	10,687	4,210	6,480	8,438
折旧摊销	3,688	4,979	5,654	6,248	6,771
营运资金变动	14,971	3,904	(18,049)	27,080	(21,751)
其他	(9,051)	(11,452)	745	139	31
经营活动现金流	24,370	8,117	(7,440)	39,947	(6,510)
资本支出	(5,008)	(9,256)	(4,155)	(5,155)	(4,250)
投资变动	(5,237)	488	0	0	0
其他	5,193	3,131	1,901	642	622
投资活动现金流	(5,051)	(5,636)	(2,254)	(4,513)	(3,628)
银行借款	(1,902)	2,284	(1,274)	0	0
股权融资	(2,022)	(7,381)	(489)	(753)	(981)
其他	8,224	5,412	439	1,426	1,243
筹资活动现金流	4,300	315	(1,324)	673	263
净现金流	23,619	2,796	(11,019)	36,108	(9,876)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	59.4	0.4	(27.9)	21.0	12.5
营业利润增长率(%)	56.3	(27.3)	(59.7)	52.1	29.6
归属于母公司净利润增长率(%)	63.0	(27.4)	(62.0)	53.9	30.2
息税前利润增长率(%)	(8.4)	(36.2)	(71.3)	211.8	37.6
息税折旧前利润增长率(%)	(4.6)	(16.0)	(32.6)	57.2	21.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	63.0	(27.4)	(62.0)	53.9	30.2
获利能力					
息税前利润率(%)	7.2	4.6	1.8	4.7	5.8
营业利润率(%)	12.9	9.4	5.2	6.6	7.6
毛利率(%)	15.4	18.3	12.6	13.5	14.4
归母净利润率(%)	11.5	8.3	4.4	5.6	6.4
ROE(%)	23.8	15.3	5.5	7.9	9.4
ROIC(%)	11.1	5.9	1.7	4.9	6.2
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.6	0.4	0.6	0.4
净负债权益比	(0.7)	(0.5)	(0.4)	(0.8)	(0.6)
流动比率	1.5	1.4	2.2	1.5	2.3
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.9	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	15.2	13.0	13.0	13.0	13.0
应付账款周转率	10.9	7.6	7.1	7.1	7.2
费用率					
销售费用率(%)	2.5	2.1	2.0	2.0	2.0
管理费用率(%)	2.3	3.8	3.5	3.5	3.5
研发费用率(%)	1.0	1.8	1.0	1.0	1.0
财务费用率(%)	(1.4)	(1.4)	(1.0)	(1.0)	(1.1)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.0	1.4	0.5	0.8	1.1
每股经营现金流(最新摊薄)	3.2	1.1	(1.0)	5.3	(0.9)
每股净资产(最新摊薄)	8.2	9.3	9.8	10.5	11.5
每股股息	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	9.5	13.0	34.3	22.3	17.1
P/B(最新摊薄)	2.3	2.0	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	21.5	12.4	15.1	6.5	6.1
价格/现金流(倍)	5.8	17.3	(18.9)	3.5	(21.5)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371